下载日志已记录，仅供内部参考

守正出奇

——策略配置简报：投资策略与金股组合系列（四）

证券分析师

薛威
S0820526030001
021-32229888-25535
xuewei@ajzq.com
王凯
S0820524120002
021-32229888-25522
wangkai526@ajzq.com
吴迪
S0820525010001
021-32229888-25523
wudi@ajzq.com
张智聪
S0820525020002
021-32229888-25524
zhangzhicong@ajzq.com
范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com
朱攀
S0820525070001
021-32229888-25527
zhupan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- 随着 OpenAI 公布截至 9 月的 ARR 约 500 亿美元的数据发布，市场关于 AI 的疑虑再次出现。尽管数据低于预期主要源于统计口径差异，而非业务实质性下滑，但在市场预期徘徊、中美科技竞争加剧的背景下，A 股科技板块波动显著加剧。就科技板块而言，如何选出估值合理且高稳健性的标的是关键。另外，在消费、医药等其他板块寻找盈利稳健和受益于 AI 应用的公司也是很重要的。在这样的背景下，我们提出“守正出奇”的策略，并给出金股选择。

- **海外不确定性上升叠加科技产业博弈加深，稳健的重要性在提升：海外方面，利率上行与地缘冲击加剧了不确定性。**联储重启加息未能有效压制长端利率的上行势头，美伊、俄乌地缘局势反复下油价高企，海外不确定性加剧。**产业方面，AI 科技再次迎来质疑，中美科技博弈升温加剧市场波动。**OpenAI 的 ARR 低于预期虽可归因于统计口径差异，但英伟达投资的澳大利亚 AI 数据中心公司 Firmus Grid 原计划募资 55 亿美元、目标估值约 300 亿美元的 IPO 遇冷撤回却显示出市场对 AI 的追捧烈度在发生一些变化；美针对中国 AI 上游部分硬件的打压也加剧了市场波动。10 月海外不确定性与科技产业博弈强度可能继续上行，稳健的重要性不言而喻，“守正出奇”是我们提出的策略。

- **配置策略：守正出奇。**综合内外部宏观动态、产业趋势与市场变化，**未来一段时间建议从盈利稳健性和估值合理性的视角选择科技标的，同时加入盈利稳健和受益于 AI 应用的其他行业标的，共同构成金股组合。**我们认为，在海外不确定性和市场波动加剧的背景下，科技板块的选股重点应当切换至订单与盈利稳健性上，同时关注估值合理性。其余板块关注 AI 应用的增量和盈利稳健的机会。**我们金股保留上期的三只，新增七只(代码标粗)，**具体如下。

股票代码	股票简称	覆盖行业	26EPS(元)	27EPS(元)	28EPS(元)	推荐人
002371.SZ	北方华创	机械	10.20	13.60	17.30	王凯
688072.SH	拓荆科技	机械	6.39	8.97	-	王凯
688825.SH	长鑫科技	电子	2.11	3.61	5.23	王凯
0981.HK	中芯国际	电子	0.15(美元)	0.19(美元)	0.23(美元)	王凯
002980.SZ	华盛昌	新能源	1.15	1.42	-	朱攀
002245.SZ	蔚蓝锂芯	新能源	0.85	1.08	-	朱攀
600887.SH	伊利股份	消费	1.95	2.12	-	范林泉
603345.SH	安井食品	消费	5.32	5.91	-	范林泉
1810.HK	小米集团-W	汽车	1.30	1.66	2.09	吴迪
1530.HK	三生制药	医药	0.90	0.99	1.17	张智聪

- **风险提示：**AI 科技进展与应用开拓不及预期，联储持续超预期加息，地缘风险显著升级。

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 金股推荐

1.1 机械：北方华创 002371.SZ

投资建议：

作为中国半导体设备龙头厂商，公司产品布局覆盖刻蚀、薄膜沉积、清洗、氧化/扩散、外延、去胶等核心前道装备，是国内晶圆制造环节最具平台化能力的厂商之一。行业扩容基础上，公司刻蚀、薄膜沉积、热处理、湿法清洗及离子注入等核心品类持续推进客户端批量导入；芯源微并表进一步补充涂胶显影、键合等产品线，同时布局面板级封装专用工艺设备，产品平台持续完善，并有望进一步拓展先进封装市场。我们预计公司在中国大陆半导体设备的市场份额有望由 2025 年的 11.4%提升至 2028 年的 15.2%。同时，2026H1 公司期末合同负债达 53.2 亿元，较年初增长 24.0%，反映订单执行保持较好水平。

关键假设：

自主可控投入假设：“十五五”开局阶段，中国将加大半导体自主可控投入，各地专项基金有望持续落地，有望为公司提供关键工艺设备国产替代所需政策、资金支持与客户验证环境。

*设备价值结构假设：*我们假设 2025–2027 年大陆市场设备价值量结构为刻蚀 26%、薄膜沉积 27%、清洗 6%、氧化/扩散 6%、外延 7%、热处理 5%、去胶 4%、其他辅助 2%。刻蚀与薄膜沉积环节价值量占比提升，主要受先进制程与新型封装需求双驱动：①FinFET、GAA 及 3DNAND 层数增加、结构复杂度提升，带动刻蚀工序增多；②AI 芯片与 HBM 封装对薄膜精度和均匀性要求提高，叠加 2.5D/3D 封装与多重图案化普及，共同推升刻蚀与沉积设备的工艺密度与价值量。

有别于大众的认识：

公司通过横向扩展设备品类、纵向贯通工艺流程，持续向系统集成平台商转型，在客户集中采购与验证周期缩短的趋势下，具备更高的业绩潜力与成长空间。

股价催化剂：

公司先进制程设备国产替代验证；中国主流晶圆厂资本开支上修；AI 驱动算力存力投资上行；公司加码产业整合与外延并购。

风险提示：

半导体行业周期波动风险；国产替代推进不及预期风险；技术迭代不确定性风险；并购整合及平台化扩张风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 机械：拓荆科技 688072.SH

投资建议：

公司是国内领先的前道薄膜沉积设备厂商，核心产品覆盖 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD、Flowable CVD 等多类工艺，已在国内先进逻辑与存储产线实现规模化交付；同时前瞻布局混合键合及配套量检测设备，切入异构集成与三维集成核心环节，业务由单一沉积设备向“沉积+键合”双引擎平台化演进。薄膜沉积设备处于半导体前道设备体系的核心位置，据 Maximize Market Research 数据，全球薄膜沉积设备市场规模由 2017 年的 125 亿美元增长至 2025 年的 340 亿美元，2017-2025 年复合增速约 13.3%，高于半导体设备行业整体增速。2025 年前三季度公司实现营收 42.20 亿元、归母净利润 5.57 亿元，同比增速分别达 85.3%和 105.1%，2025Q3 末合同负债达 48.94 亿元，在手订单规模与交付节奏同步扩张。综合考虑公司在薄膜沉积和混合键合工艺环节的技术壁垒及中长期盈利弹性，公司具备较高的中长期配置性价比，预计公司 2026-2027 年归母净利润为 17.96/25.22 亿元，同比增长 63.6%/40.4%，给予“买入”评级。

关键假设：

*收入端假设：*国内先进逻辑与存储产线扩产延续，PECVD 主业保持高景气，ALD、Flowable CVD 等高端沉积设备逐步进入量产阶段，有效拓展单条产线设备价值量；异构集成趋势推动 HBM、先进封装与三维堆叠加速落地，混合键合及配套量检测设备进入验证与放量窗口，形成第二增长曲线。预计公司 2026-2027 年营业收入分别为 85.16/108.17 亿元，同比增长 34.4%/27.0%，其中半导体专用设备收入 81.49/102.56 亿元。

*盈利能力假设：*2025 年毛利率主要受新产品导入、验证阶段成本偏高及产能爬坡影响，随着核心产品逐步进入稳定量产期，规模效应与产品结构改善将推动毛利率修复，预计 2026-2027 年毛利率为 38.9%/41.1%；期间费用率随收入规模扩大持续下行，研发费用绝对额持续增长，但收入快速增长带来结构性摊薄。

有别于大众的认识：

HBM、Chiplet 与三维堆叠加速落地，芯片间互连密度和界面质量要求显著提升，沉积与键合工艺在系统性能中的重要性持续上升，使相关设备需求具备独立于制程节点的成长逻辑。

股价催化剂：

薄膜沉积设备订单持续放量；ALD、Flowable CVD 等新品验证转入规模交付；混合键合设备实现量产导入；毛利率修复快于预期；晶圆厂扩产节奏上修或资本开支回暖。

风险提示：

下游资本开支波动风险；新产品验证及放量不及预期风险；技术迭代与竞争加剧风险；毛利率与费用率波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 电子：长鑫科技 688825.SH

投资建议：

公司是中国第一、全球第四大 DRAM 一体化供应商，2026Q1 全球 DRAM 市场份额 7.7%，份额持续提升；依托合肥地方产业资本与国家集成电路大基金支持，实现 DRAM 全产业链自主可控。全球 DRAM 市场格局高度集中，Samsung、SK hynix、Micron 三家合计占据九成以上份额，公司是国内唯一可大规模量产 DRAM 的企业，国产替代空间广阔。本轮存储上行由 AI 算力需求拉动，存储价格维持上行通道，据 Omdia 数据，2025 年全球 DRAM 市场规模达 1505 亿美元；AI 服务器单台 DRAM 搭载量为传统通用服务器的 8-10 倍，配套 HBM 成长空间广阔。2025 年公司营收 617.99 亿元，同比增长 155.60%，归母净利润 18.75 亿元，同比增长 126.24%，经营实现扭亏；在行业需求扩张、存储芯片涨价的背景下，公司 2026Q1 业绩爆发，实现营收 508.00 亿元，同比增长 719.13%，归母净利润 247.62 亿元，同比增长 1688.30%。预计公司 2026-2028 年归母净利润为 1412.70/2413.40/3498.13 亿元，给予“买入”评级。

关键假设：

分业务收入假设： 1）LPDDR 系列面向移动终端、AI 算力等应用场景，受益全球 AI 算力建设拉动，高带宽存储、服务器级 DRAM 需求持续放量，行业周期反转带动存储芯片量价齐升，预计 2026-2028 年营收 1632.01/2366.41/3218.32 亿元，同比增长 300.95%/45.00%/36.00%；2）DDR 系列主要覆盖服务器、PC 等市场，受益 AI 服务器 DRAM 搭载量大幅提升，伴随行业涨价以及公司良率、产能持续爬坡，预计 2026-2028 年营收 1146.66/1891.99/2837.99 亿元，同比增长 487.09%/65.00%/50.00%。

存储景气假设： 本轮存储高景气有望贯穿 2026 全年；随着 DDR5、HBM 等高溢价产品持续放量，公司产品结构将持续优化，带动整体存储均价稳步抬升。后续随着产能持续释放、工艺迭代成熟、规模效应兑现，公司盈利能力有望向海外头部厂商收敛。

有别于大众的认识：

市场普遍认为存储行业周期性特征突出，公司相较 Samsung、SK hynix、Micron 仍存在技术代差，当前产品以通用消费级 DRAM 为主，高端算力存储产品占比较低。我们认为，在国内算力自主可控的产业趋势下，市场或低估公司的长期成长潜力：1）国家大基金持续支持先进工艺研发与产能建设，叠加本土 AI 算力、消费电子领域国产替代需求稳步释放，本土存储厂商具备稳固的内需市场基础；2）公司已实现 G4 工艺规模化量产，同步推进 G5 先进制程研发，HBM2/HBM2E 已完成样品验证，HBM3/HBM3E 计划 2026 年推进小批量试产，产品结构存在持续优化的可能性；3）2026Q1 Samsung、SK hynix、Micron 单 Gb 均价分别为 1.02、1.24、1.10 美元，公司当前服务器等高附加值存储营收占比偏低，整体存储均价与海外龙头存在显著差距，随 DDR5、HBM 等高溢价产品放量，存储 ASP 上行空间可观

股价催化剂：

1）若 HBM3/HBM3E 研发取得进展并实现量产突破，高端算力存储产品有望进入国内外

下载日志已记录，仅供内部参考

AI 服务器供应链，推动高附加值产品营收占比改善；2）若 DRAM 行业景气周期延续、存储价格维持上行态势，有望带动公司产品 ASP 上行，毛利率存在修复空间；3）若 G5 先进制程良率爬坡进度优于预期，先进产能持续释放，叠加 DDR5 产品大规模出货，有望加速产品结构优化。

风险提示：

存储工艺良率爬坡不及预期；存储行业周期性波动风险；高端光刻机及海外设备出口管制风险；HBM 高端产品量产与客户认证不及预期。

1.4 电子：中芯国际 0981.HK

投资建议：

公司是中国大陆规模最大、制程布局最完善的晶圆代工厂，已完成从成熟制程到先进工艺的全面布局。据 Gartner、IC Insights 数据，全球晶圆代工市场规模由 2020 年 775 亿美元增长至 2025 年 1573 亿美元，2020-2025 年复合增长率 15.21%；TrendForce 统计显示，中国大陆晶圆代工厂营收同期由 52.9 亿美元升至 158.6 亿美元，复合增长率 24.59%。AI 算力需求爆发式增长带动逻辑、存储芯片厂商大规模扩产，晶圆代工作为芯片制造核心环节，市场需求同步快速扩容。

2026H1 公司实现营收 55.11 亿美元，同比增长 23.67%，归母净利润 6.77 亿美元，同比增长 111.11%；2026Q2 营收 30.06 亿美元，同比增长 36.11%、环比增长 19.96%，归母净利润 4.79 亿美元，毛利率 25.31%，业绩超出市场预期。产能释放带动出货增长，产品价格回暖与结构优化共振，盈利逐季向好；公司预计 2026Q3 收入环比增长 2%-4%，毛利率维持 26%-28%区间。上调盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 13.12/16.53/19.64 亿美元，给予“买入”评级。

关键假设：

分业务收入假设：

1）集成电路晶圆代工业务：公司持续依托 28nm 成熟制程与 N+1/N+2 改良先进工艺产能扩充，搭建覆盖云端 AI 电源管理、国产算力配套芯片的完整代工平台；AI 服务器、端侧 AI 硬件带动电源、显示驱动芯片批量上量，叠加海外头部厂商产能向高端制程集中、中低端算力配套代工订单外溢，国内设计企业国产替代需求加速释放。2026Q2 中国区收入 27.11 亿美元，同比增长 45.93%，工业与汽车、电脑与平板等下游收入占比持续上行；折合 8 英寸标准晶圆月产能提升至 109.65 万片，产能利用率 93.7%，晶圆销量 286.95 万片，单晶圆 ASP 上行至 990.87 美元/片。预计 2026-2028 年晶圆代工业务增速显著高于行业平均中枢，产品结构高端升级推动盈利中枢稳步上行。

2）其他主营业务：板块以光掩膜、IP 授权、配套设计服务为主，为晶圆制造配套存量业务，行业长期增量空间有限，无大规模扩产规划。

下载日志已记录，仅供内部参考

有别于大众的认识：

市场普遍认为外部设备管制将长期制约先进产能扩张节奏，但国内半导体设备、材料国产化验证持续提速，叠加国家大基金持续加码产能建设、下游国产算力芯片自主化需求刚性较强。公司 N+1、N+2 改良工艺爬坡进度具备确定性，先进工艺营收占比、晶圆 ASP 上行幅度有望持续超出市场一致预期，产能瓶颈实际修复速度优于市场预期。

股价催化剂：

1）AI 算力芯片代工订单持续超预期，单季度营收、毛利率上修；2）N+1/N+2 先进工艺良率稳步爬坡，先进制程收入占比提升，拉动晶圆 ASP 环比上行；3）国内成熟及先进产线设备交付进度好于预期，月度产能、稼动率持续走高；4）国家集成电路大基金持续加持，叠加地方产业扶持政策加码，保障公司扩产落地节奏。

风险提示：

先进制程技术存在代差；海外设备与材料管制加码，产能扩张节奏存在不确定性；先进制程占比偏低，产品溢价与盈利水平仍有较大压制；EUV 光刻机供给受限。

1.5 新能源：华盛昌 002980.SZ

投资建议：

公司主营各类仪器仪表，产品覆盖数字万用表、钳形表、电力测试仪、红外热像仪、环境检测仪及医疗产品等，海外收入占比超过 80%。国内仪器仪表行业是典型的大行业小公司，2023 年我国仪器仪表行业总产值达到 10112 亿元，公司未来潜在增长驱动力为国产替代、产品品类拓展、行业持续整合以及持续出海。随着常年的行业整合，海外仪器仪表巨头收入体量较大，对比之下，公司潜在天花板较高。2025 年 3 月公司越南工厂正式投产，随着产能陆续爬坡及客户对越南工厂的质量逐渐认可，公司实现产能逐月提升；公司将垂直领域大模型技术融入智能仪器仪表，陆续发布 AI 7760 电能质量智能分析仪、端侧 AI 拉弧检测系列等新品，并成立聚焦 AI 眼镜的控股子公司，布局电力检修、工业测量、AI 辅助诊断等垂直场景。AI+仪器未来可期，预计公司 2026-2027 年归母净利润为 2.18/2.69 亿元，给予“买入”评级。

关键假设：

分业务收入假设： 1）专业仪表：随着公司 AI+战略持续赋能，预计公司 2026-2027 年专业仪表业务收入增速为 25%/22%；2）通用仪表：公司持续拓展国内与海外双渠道，以及越南基地陆续开始出货，预计公司 2026-2027 年通用仪表业务收入增速为 18%/17%。

有别于大众的认识：

1）AI+仪器未来可期。市场未充分预期 AI 对仪器仪表行业的赋能。我们认为，公司正逐步将垂直领域大模型技术深度融入多个智能仪器仪表中，持续推动传统产业的智能化升级，未来 AI 类新产品增长潜力值得期待；

下载日志已记录，仅供内部参考

2）挖掘 AI+传感器市场潜力，布局 AI 眼镜。依托在传感器领域的技术积累，公司可提供定制化“AI+传感器”解决方案，2025H1 公司成立聚焦 AI 眼镜的控股子公司，其 AI 眼镜布局聚焦电力检修、工业测量、AI 辅助诊断等垂直场景，未来公司有望在工业智能化浪潮中占据领先地位；

3）建立长效激励机制。2024 年公司推出股权激励计划，授予员工总人数为 155 人，考核 2024-2026 年净利润或收入相对 2023 年的增长率，实现公司与员工共同发展。

股价催化剂：

随着越南工厂产能爬坡，公司业绩逐渐恢复；公司 AI 产品销售占比持续提升。

风险提示：

AI 等新品销售不及预期；国际贸易摩擦风险。

1.6 新能源：蔚蓝锂芯 002245.SZ

投资建议：

公司主营锂电池、金属物流和 LED 三大业务，战略核心聚焦圆柱锂电池产业，2025H1 锂电池业务收入和毛利占比最高。公司在电动工具电池领域具有强劲的市场竞争力，据 EVTank 数据，2024 年公司在全球电动工具电池市场份额占比超 12%，电动工具无绳化与锂电化进程仍持续，电芯需求总体呈增长态势；公司较早布局 BBU 电芯，已实现小批量量产并出货，2025Q3 确认与台湾能元（Molicel）合作，后者已进入 BBU 领域客户供应链并获批量订单，公司同时为宇树、云深处等机器人厂商及大疆无人机供应锂电池电芯；LED 业务坚持高端化差异化战略，持续优化产品结构，2025H1 毛利率为三大业务中最高。考虑公司多业务协同稳健经营，海外产能有序释放，携手 Molicel 拓展海外高端市场，逐渐开拓 BBU、机器人等新应用场景，预计公司 2026-2027 年归母净利润为 9.82/12.47 亿元，给予“买入”评级。

关键假设：

*分业务收入假设：*1）锂电池：假设 2026-2027 年收入增长率分别为 32%/30%，毛利率分别为 23%/24%；2）金属物流：假设 2026-2027 年收入增长率分别为 8%/6%，毛利率维持 17%；3）LED：假设 2026-2027 年收入增长率分别为 13%/12%，毛利率维持 25%。

有别于大众的认识：

1）市场认为国际贸易环境和美国关税政策会影响公司运营，影响公司盈利能力。我们认为公司产品直接出口美国非常少，基本都是 FOB，且马来西亚工厂已投产，公司在电动工具电芯领域具有稀缺性，关税政策对公司盈利能力影响较小；

2）市场认为电动工具电芯领域市场规模较小，公司成长空间有限。我们认为电动工具锂电化是行业趋势，市场空间逐步加大，公司携手 Molicel 拓展海外高端市场，逐渐推动 BBU 和机器人等新应用场景，能够进一步加大公司成长空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

股价催化剂：

深化与 Molicel 合作；海外产能逐步释放；新应用场景进入业绩收获期。

风险提示：

全球贸易壁垒加剧的风险；市场竞争加剧风险；新应用场景拓展进度不及预期风险。

1.7 消费：伊利股份 600887.SH

投资建议：

中国乳制品行业步入成熟期，2024 年零售规模约 5600 亿元，2018 年以来行业增速承压。公司作为乳业龙头，凭借全国化渠道网络、多品类协同布局以及全产业链竞争优势，在行业调整期展现出较强经营韧性，形成以液体乳为基本盘、以奶粉及奶制品、冷饮为增长引擎的多品类产品矩阵，2025 年前三季度液体乳收入占比 61%，奶粉及奶制品占比 27%，多品类市场份额行业领先。预计公司 2026-2027 年营业收入分别为 1227.4/1271.4 亿元，同比增长 3.7%/3.6%，归母净利润分别为 124.2/135.0 亿元，同比增长 14.8%/8.7%，给予“买入”评级。

关键假设：

分业务收入假设： 1）液体乳：行业需求仍处弱复苏阶段，公司维持理性备货策略，液奶收入预计低速企稳，预计 2026-2027 年收入 753.8/758.3 亿元，同比增长 0.4%/0.6%，毛利率 31.5%/31.6%；2）奶粉及奶制品：受益于生育补贴政策拉动以及银发经济趋势下功能性产品需求增长，收入有望稳步提升，预计 2026-2027 年收入 355.8/384.3 亿元，同比增长 9.0%/8.0%，毛利率 43.3%/43.7%；3）冷饮：经过 2024 年渠道调整与产品创新，业务基础更加扎实，收入有望恢复双位数增长，预计 2026-2027 年收入 106.5/116.1 亿元，同比增长 10.0%/9.0%；4）其他业务：公司布局乳品深加工业务，同步切入烘焙、茶饮等 B 端赛道，预计 2026-2027 年收入 11.3/12.9 亿元，同比增长 20.0%/15.0%。

有别于大众的认识：

市场认为乳制品行业进入成熟期、液奶需求见顶，原奶周期拖累盈利。我们认为：

1）多品类协同驱动平台型乳企转型，液奶占比下降反映主动战略调整。2025 年前三季度液奶收入占比降至 61.3%，较高峰期下降超 20pct，这一结构变化是公司主动推进品类扩张战略的成效体现。液奶承担流量入口与基本盘角色，奶粉、冷饮则作为利润增量贡献的引擎，公司在液奶领域积累的全国化渠道网络、品牌建设经验、供应链管理能力均可向奶粉、冷饮、奶酪等新品类迁移。2025 年前三季度液奶收入同比下降 4.5%，奶粉及奶制品同比增长 13.7%，冷饮同比增长 13%，多元化品类组合有效平滑液奶周期压力；

2）第二曲线奶粉业务规模与盈利双升。2016-2024 年奶粉及奶制品收入 CAGR 达 22.37%，2025H1 奶粉业务毛利率 44.1%，显著高于液奶，婴配粉 2025H1 零售额市占率 18.1%跃

下载日志已记录，仅供内部参考

居全国第一，成人粉 2025H1 零售额市场份额 26.1%稳居行业第一，高盈利品类占比提升直接推动公司盈利中枢上移；

3）原奶周期底部运行，成本红利释放叠加供需改善，强化龙头优势。2024 年原奶均价约 3.0 元，处于低位，公司毛利率从 2021 年的 30.6%提升至 2025 年前三季度的 35.5%。2025 年奶牛存栏量持续下降，上游牧场亏损面达 90%以上，未来供给收缩确定性高；奶价温和回升将带动中小乳企成本优势收窄，行业从价格竞争回归价值竞争，龙头企业竞争优势更为显著。公司全产业链布局进一步平滑周期波动，上游合作牧场规模与技术储备行业领先，并布局乳品深加工业务。

股价催化剂：

1）婴配粉需求回暖周期开启，生育补贴等鼓励生育政策陆续落地推动新生儿数量企稳，公司作为婴配粉龙头将率先受益；2）银发经济趋势下成人营养品市场持续扩容，产品结构升级将带动成人粉业务收入与盈利能力同步提升；3）深加工战略打开第三增长曲线，原制奶酪、乳铁蛋白等高附加值产品产能爬坡将带动深加工业务收入与盈利逐步释放。

风险提示：

原奶价格大幅波动风险；奶粉业务增长不及预期；新品类拓展不及预期；行业竞争加剧风险；食品安全风险。

1.8 消费：安井食品 603345.SH

投资建议：

中国速冻食品行业保持稳健增长，2024 年市场规模约 2100 亿元，2019-2024 年 CAGR 约 6.5%。公司作为中国速冻品龙头，形成以鱼糜制品、肉制品为基本盘，锁鲜装、虾滑、烤肠、小酥肉等大单品驱动的产品矩阵，2025 年前三季度营收 113.7 亿元，其中速冻调制食品占比 49.8%，速冻菜肴制品收入 36.4 亿元、同比增长 9.2%、占比 32.0%，已成为第二增长曲线。公司将受益于餐饮消费复苏、预制菜国标落地后行业集中度提升以及新品拓展带来的业绩增量。预计公司 2026-2027 年营业收入分别为 168.3/182.5 亿元，同比增长 7.0%/8.5%，归母净利润 15.6/17.3 亿元，同比增长 14.7%/11.1%，给予“买入”评级。

关键假设：

分业务收入假设： 1）速冻菜肴制品：受益于虾滑、小龙虾等新品驱动，预计 2026-2027 年收入 55.3/64.4 亿元，同比增长 14.0%/16.5%；2）速冻调制食品：作为基本盘，预计收入 81.7/85.4 亿元，同比增长 3.0%/4.5%；3）面米制品：短期承压，预计收入 24.2/25.0 亿元；4）休闲烘焙：2025 年 7 月完成收购鼎味泰并于下半年并表，预计收入 1.75/2.10 亿元。

盈利能力假设： 受益于产品结构优化和规模效应释放，预计 2026-2027 年速冻调制食品

下载日志已记录，仅供内部参考

毛利率 28.0%/28.8%，菜肴制品毛利率 11.2%/12.0%，面米制品毛利率 25.0%/25.5%。

有别于大众的认识：

市场担忧速冻品行业增长乏力、进入门槛低、价格战导致盈利承压。我们认为：

1）短期消费承压不改长期增长趋势。餐饮连锁化进程正在加速推进，而中国餐饮连锁化率仅为海外成熟市场的一半；中国速冻品人均消费量 10.0 公斤，远低于美国的 62.2 公斤与日本的 25.3 公斤，冷链基础设施的完善为行业发展提供了坚实基础，公司作为速冻品龙头，在行业景气度回升时将表现出更强的业绩弹性；

2）预制菜行业规范化进程加速，准入门槛提高利好龙头企业。2025 年 9 月预制菜食品安全国家标准草案通过专家审查，国标要求全程冷链配送，企业必须在生产、仓储、运输全链条进行大规模投资，将直接推动资金实力和技术能力弱小的中小企业出清，利好头部企业。公司已建立覆盖全国的冷链物流体系，供应链优势和规模优势将带来市场份额的提升；

3）菜肴制品持续创新，第二增长曲线成效显著。公司通过成立水产事业部、安井小厨事业部等专业化运营平台，将产品创新从单点突破升级为体系化能力，2025H1 清水小龙虾实现近 250%的爆发式增长，牛羊肉卷作为火锅核心食材，销售额同比增长超 100%；

4）大 B 客户定制化能力构筑竞争壁垒。公司与沃尔玛、麦德龙、大润发、盒马鲜生等头部零售商建立战略合作关系，2025H1 山姆会员店定制小龙虾贡献 1000 万元新增销售额，胖东来定制产品贡献 700 万元，并为张亮麻辣烫、海底捞等大型连锁餐饮提供标准化、定制化的产品方案；

5）收购鼎味泰切入冷冻烘焙赛道，平台化战略初见成效。冷冻烘焙是速冻品行业中增长最快、毛利最高的细分赛道之一，与公司现有业务在生产工艺、冷链物流、销售渠道等方面具有天然协同性，加速推动公司从速冻品制造商向综合性食品平台转型。

股价催化剂：

1）升级版锁鲜装 6.0、嫩鱼丸等新品推出，虾滑品类持续高速增长，菜肴制品业务保持快速增长；2）与头部零售商和餐饮连锁的定制化合作持续深化，定制产品 SKU 扩容带动整体盈利能力提升；3）冷冻烘焙业务随渠道整合与产品互补效应加速释放快速上量，贡献业绩增量。

风险提示：

餐饮消费低迷；行业竞争加剧；原材料价格波动。

1.9 汽车：小米集团-W 1810.HK

投资建议：

公司是在全球智能手机、消费级 AIoT 与智能电动车三大赛道同时取得规模化卡位的稀

下载日志已记录，仅供内部参考

缺平台型公司。截至 25Q4，智能手机全球出货量连续 22 个季度排名前三，2025 年市场份额达 13.3%；AIoT 平台连接设备数于 2025 年底达到 10.8 亿台，已形成全球领先的消费级物联网平台；2025 年汽车交付 41.1 万辆，2026 年 3 月新一代小米 SU7 开售三天锁单超 3 万台，有力推动公司从“手机×AIoT”向“人车家全生态”进化。

预计 2026-2028 年公司归母净利润为 338/432/542 亿元，基于 SOTP 估值，给予手机×AIoT 业务 20 倍 PE，给予汽车及 AI 等创新业务 1.5 倍 PS，2026 年目标总市值约 10,018 亿港元，给予“买入”评级。

关键假设：

*收入增长假设：*受汽车业务强劲驱动，2026-2028 年公司收入维持双位数增长，汽车业务增速达 55%、50%、40%；

*盈利能力假设：*2026 年是汽车规模效应显性化、集团盈利能力加速上台阶的拐点，2027-2028 年则开始进入人车家生态协同效应兑现以及汽车盈利扩大的利润收获期。

有别于大众的认识：

1）市场过度担忧存储涨价反噬利润，但手机×AIoT 的高端化以及出海将共同构建强大的盈利缓冲垫；

2）市场或仍以纯硬件制造的视角对公司估值，而自研的基础模型+智能体将驱动公司向智能化操作系统级入口重估；

3）市场或过分担忧汽车业务“烧钱”，而忽略爆款车型产品策略的高成功率和规模效应已经加速驱动了盈利拐点的到来。

股价催化剂：

汽车业务新品爆款与产能跃升；全球化战略的纵深推进；AI 智能体商业化落地。

风险提示：

供应链成本失控；汽车行业竞争加剧；AI 技术迭代与商业化不及预期。

1.10 医药：三生制药 1530.HK

投资建议：

作为国内生物药龙头企业，公司 SSGJ-707 全球开发持续推进，2026 年辉瑞预计将启动 5 项三期临床研究，覆盖非小细胞肺癌、肾细胞癌、消化道肿瘤等多个大适应症，并有望借助辉瑞强大的商业化推广优势，成为引领全球肿瘤市场的重磅产品。公司创新产品加速上市，长效促红素、IL-17 已获批上市，IL-1β、IL-4Rα 的新药上市注册申请已获受理，未来将快速纳入医保并贡献收入，创新产品商业化和海外授权里程碑付款将成为公司收入增长的核心驱动力，助力公司摆脱营收增长依赖特比澳单一品种的困境。2025 年底，公司在手现金资源达到 204 亿元，一方面可以引进新品种、并购增厚业绩，另一

下载日志已记录，仅供内部参考

方面可以通过回购、分红等方式提高股东回报，助力价值回归。

传统主业贡献稳健现金流，创新产品加速上市贡献增量，丰厚的现金资产为公司转型发展提供保障，SSGJ-707 双抗与全球制药巨头辉瑞达成授权合作，共同驱动公司价值重估。给于“买入”评级。

关键假设：

SSGJ-707 海外临床研究数据读出，大适应症三期研究启动；创新管线获批，国内临床研究数据读出；公司回购股份或提高现金分红比例。

有别于大众的认识：

SSGJ-707 双抗与全球制药巨头辉瑞达成授权合作；创新产品加速上市贡献增量。

股价催化剂：

SSGJ-707 海外临床研究数据读出，大适应症三期研究启动；创新管线获批，国内临床研究数据读出；公司回购股份；公司提高现金分红比例。

风险提示：

SSGJ-707 海外临床研究进展不及预期；特比澳医保降价幅度超预期；创新产品销售情况不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 十大金股财务数据

图表 1：爱建十大金股财务数据一览

股票代码	股票简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			EPS（元）		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002371.SZ	北方华创	506.67	637.99	779.16	74.22	98.69	125.56	10.20	13.60	17.30
688072.SH	拓荆科技	85.16	108.17	-	17.96	25.22	-	6.39	8.97	-
688825.SH	长鑫科技	2796.17	4277.58	6077.16	1412.70	2413.40	3498.13	2.11	3.61	5.23
0981.HK	中芯国际	117.09 *亿美元*	146.23 *亿美元*	177.49 *亿美元*	13.12 *亿美元*	16.53 *亿美元*	19.64 *亿美元*	0.15 *美元*	0.19 *美元*	0.23 *美元*
002980.SZ	华盛昌	12.46	15.08	-	2.18	2.69	-	1.15	1.42	-
002245.SZ	蔚蓝锂芯	98.53	117.08	-	9.82	12.47	-	0.85	1.08	-
600887.SH	伊利股份	1227.35	1271.43	-	124.17	135.01	-	1.95	2.12	-
603345.SH	安井食品	168.28	182.54	-	15.60	17.33	-	5.32	5.91	-
1810.HK	小米集团-W	5394.50	6563.75	8016.98	338.31	431.79	542.45	1.30	1.66	2.09
1530.HK	三生制药	88.20	93.58	106.46	22.91	25.22	29.70	0.90	0.99	1.17

资料来源：爱建证券研究所

注：表格中收入与盈利数据均为爱建证券预测值

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1） AI 科技进展与应用开拓不及预期

AI 科技正处于上游开发与下游拓展的良性进展中，一旦 AI 进展不及预期，将导致科技板块再次出现回调压力，进而带动全球股市科技板块加大调整。

2）联储持续超预期加息

随着 FOMC 在 9 月重启加息，如果后续美国经济数据呈现出“通胀高温不退、就业整体趋稳”的态势，沃什领导的美联储可能持续加息，进而给市场带来流动性和估值的压制。

3）地缘风险显著升级

美伊战争正处于升温动荡期，一旦波斯湾战事全面升级，带来油价飙升、通胀上行，全球经济和金融市场都将遭受剧烈冲击。

下载日志已记录，仅供内部参考

爱建证券
AIJIAN SECURITIES

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号
电话：021-32229888　　传真：021-68728700　　服务热线：956021
邮政编码：200124　　邮箱：ajzq@ajzq.com　　网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050. BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。